

PENGARUH *LEVERAGE* DAN *GROWTH OPPORTUNITIES* TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC* DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2009-2011

ALOYSIUS STEVEN WIBOWOPUTRA

stevenwibowoputra@hotmail.com

ABSTRACT

This study aims to see the effect of leverage as measured using the debt to total asset of the company's and the effect of growth opportunity of company's as measured by price earning ratio to company's dividend policy. This study uses secondary data by the number of samples used by 35 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the three-year period 2009-2011 and has met certain criteria.

The result showed that the debt to total asset negatively affect the dividend policy. This can be explained that the higher debt, it will be able to increasing the expenses of earning after tax that should be able to be paid for cash dividend. While the results of subsequent research found that the price earning ratio also has a negative effect on corporate dividend policy. This can be explained that the bigger chance of company's growth will make their manager to buy an investment rather than pay the cash dividend.

Key words: *Leverage, Growth Opportunities, Dividend Policy*

PENDAHULUAN

Persaingan bisnis yang semakin ketat seperti sekarang ini dan dengan semakin maraknya krisis perekonomian dunia membuat banyak perusahaan harus berusaha semaksimal mungkin agar tetap bisa bertahan hidup, terlebih perusahaan-perusahaan yang *go public* dalam hal mencari investor maupun pemegang saham. Salah satu alasan pemegang saham mau menginvestasikan dananya di dalam sebuah perusahaan adalah pembagian deviden baik berupa *dividen yield* maupun pendapatan dari selisih harga jual saham dengan harga belinya (*capital gains*). Pembagian deviden adalah sebuah kebijakan perusahaan dalam mengelola laba setelah pajak (*earning after tax*) untuk di tahan sebagai laba ditahan atau dibagikan kepada pemegang saham yaitu deviden. Kebijakan deviden juga menyediakan informasi mengenai kinerja perusahaan secara menyeluruh kepada pihak luar dan setiap perusahaan pasti memiliki kebijakan deviden yang beragam dan berbeda-beda, sesuai dengan struktur permodalan dan kondisi keuangan dari tiap-tiap perusahaan.

Kebijakan deviden merupakan kebijakan yang sangat penting, karena kebijakan deviden memberikan gambaran kinerja perusahaan secara menyeluruh kepada pihak luar. Pertumbuhan perusahaan dan deviden adalah kedua hal yang diinginkan oleh perusahaan tetapi sekaligus merupakan suatu tujuan yang berbeda (Nurmala, 2006) dan perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan perusahaan di satu pihak dan juga dapat membayarkan deviden kepada para investor di pihak lain, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan sehingga dapat menimbulkan masalah dalam kebijakan dan pembayaran deviden (Riyanto, 2001). Jadi, deviden adalah sebuah pendistribusian dana kepada pemegang saham yang diperoleh oleh perusahaan melalui hasil operasionalnya dan deviden berasal dari laba setelah pajak (*earning after tax*). Kebijakan deviden yang optimal sangat penting bagi pertumbuhan dan keberlangsungan sebuah usaha. Kebijakan deviden yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang, (Brigham dan Houston, 2001).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden. Penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia sebagai sampel penelitian, dengan kriteria perusahaan yang membayarkan deviden selama periode penelitian.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Agensi

Teori agensi memberikan sebuah gambaran mengenai hubungan agensi yang timbul karena ketika satu orang atau lebih mempekerjakan orang lain untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang dalam pengambilan keputusan kepada agen tersebut, menurut Jensen (1986). Teori ini membahas tentang pembayaran deviden yang sarat akan konflik, karena pembayaran deviden akan mengurangi kas yang membuat kekuatan atau hak manajer berkurang. Manajer pada dasarnya lebih senang menggunakan kas yang ada dalam perusahaan untuk berinvestasi dan tidak membayarkannya dalam bentuk deviden. Konflik kepentingan ini dapat diatasi dengan menggunakan hutang, hutang dapat memicu atau memotivasi manajer untuk bekerja lebih efisien dan dengan adanya penerbitan hutang akan

membuat dana yang tersedia untuk manajer bertambah untuk digunakan sehingga pembayaran lain (termasuk pembayaran deviden) dapat ditunda sampai hutang diminimalisir atau dilunasi. Hutang juga membuat manajer berusaha untuk membayarkan sejumlah aliran kas pada masa yang akan mendatang.

Kebijakan Deviden

Deviden merupakan pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan yang diperoleh melalui aktivitasnya dan deviden berasal dari laba bersih setelah pajak. Hanafi (2004) menyatakan deviden dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan, besarnya deviden ditentukan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS) dan jenis pembayarannya tergantung pada kebijakan pemimpin. Kebijakan deviden yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara deviden saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang, Brigham dan Houston (2001).

Leverage

Leverage atau *Financial Leverage* disebut juga dengan rasio hutang keuangan. Rasio ini memiliki tujuan untuk menilai sejauh mana perusahaan menggunakan uang yang dipinjam. Rasio *leverage* yang dapat digunakan adalah *Debt to equity ratio* dan *Debt to total asset ratio*. Riyanto (2001) menyatakan apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan hutang akan diambil dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatan dari aktivitas operasionalnya untuk keperluan membayar hutang tersebut, yang berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai deviden.

Growth Opportunities

Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan dari pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan, pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal positif adanya kesempatan untuk berinvestasi. Bagi investor, prospek perusahaan yang memiliki potensi tumbuh tinggi memberikan keuntungan karena investasi yang ditanamkan diharapkan dapat memberikan *return* yang tinggi di masa yang akan datang. Peluang pertumbuhan perusahaan dapat diprosksi dengan *investment opportunity set*. Kemampuan perusahaan ini tidak dapat diukur secara pasti atau dengan kata lain tidak dapat diobservasi, sehingga dikembangkan suatu proksi yang disebut proksi *investment opportunity set*. *investment opportunity set* dapat dihitung menggunakan *price earning ratio*.

Hubungan Teori Agensi, Kebijakan Deviden, Leverage, Dan Growth Opportunities

Teori agensi memberikan sebuah gambaran mengenai hubungan agensi yang timbul karena ketika satu orang atau lebih mempekerjakan orang lain untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang dalam pengambilan keputusan kepada agen tersebut, dalam Jensen (1986). Teori ini membahas mengenai pembayaran deviden kepada pemegang saham sarat akan konflik, karena pembayaran deviden akan mengurangi sejumlah dana yang dikelola oleh manajer, sehingga kekuatan atau hak manajer juga akan berkurang.

Konflik kepentingan ini dapat diatasi dengan menggunakan hutang, hutang dapat memicu atau memotivasi manajer untuk bekerja lebih efisien dan dengan adanya penerbitan hutang akan membuat dana yang tersedia untuk manajer bertambah untuk digunakan sehingga pembayaran lain (termasuk pembayaran deviden) dapat ditunda sampai hutang diminimalisir atau dilunasi. Hutang juga membuat manajer berusaha untuk membayarkan sejumlah aliran kas pada masa yang akan mendatang. Peningkatan hutang meningkatkan kebangkrutan, ketakutan manajer terhadap kebangkrutan akan memicu manajer bekerja lebih efisien sehingga dapat mengurangi biaya agensi. Selain itu, penggunaan hutang akan membuat pihak kreditur berfungsi sebagai pihak ketiga yang akan mengontrol kinerja manajer.

Dan *growth opportunities* merupakan harapan dari pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan, pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal positif adanya kesempatan untuk berinvestasi. Myers (1977) memberikan sebuah gambaran mengenai suatu perusahaan sebagai sebuah kombinasi aset yang dimiliki (*asset in place*) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (*future investment*). Bagi investor, prospek perusahaan yang memiliki potensi tumbuh tinggi memberikan keuntungan karena investasi yang ditanamkan diharapkan dapat memberikan *return* yang tinggi di masa yang akan datang. Sehingga perusahaan harus membuat kebijakan deviden yang optimal Brigham dan Houston (2001).

Kerangka Berpikir dan Hipotesis

Kebijakan deviden perusahaan sangatlah penting, karena dalam menarik pihak luar khususnya investor maupun calon investor. Pada umumnya investor menginginkan apabila tingkat pengembalian atas investasinya meningkat dari waktu ke waktu. Sehingga perusahaan harus berusaha semaksimal mungkin agar dapat membayarkan deviden dan menahan laba yang akan digunakan sebagai pertumbuhan dan investasi di masa mendatang. Oleh sebab itu perusahaan perlu memerlukan dana, baik dana yang diperoleh dari internal perusahaan yaitu modal sendiri dan dana yang diperoleh dari luar yaitu hutang. *Leverage* diasumsikan memiliki pengaruh terhadap kebijakan deviden (H_1). Semakin tinggi hutang semakin tinggi juga dana yang tersedia di dalam perusahaan, akan tetapi perusahaan tetap harus mengalokasikan pembayaran biaya bunga hutang yang diperoleh dari pihak luar sehingga proposi hutang yang digunakan akan berpengaruh terhadap kebijakan deviden suatu perusahaan. *Growth Opportunities* diasumsikan memiliki pengaruh

terhadap kebijakan deviden (H_2). Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai kemampuan untuk membayar deviden yang lebih stabil, sedangkan perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar atau hutang untuk mendanai investasinya yang menyebabkan pembayaran deviden kurang stabil. Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar deviden. Lihat Gambar 1.1.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian korelasional yang bertujuan untuk mengetahui sejauh mana hubungan antar variabel yang diteliti. Pendekatan kuantitatif dilakukan dalam penelitian ini karena tujuan dari penelitian adalah pengujian hipotesis, dimana peneliti berusaha untuk menjelaskan bentuk hubungan antar variabel dependen (terikat) dan independen (bebas).

Variabel Terikat (Y)

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kebijakan deviden. Proksi kebijakan deviden yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* atau DPR. Formulasi yang digunakan untuk menghitung DPR sebagai berikut:

$$DPR (Y) = \frac{\text{Deviden per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Variabel Bebas (X)

(1) *Leverage* (X_1)

Leverage yang dimaksud adalah *financial leverage* yang dapat diketahui dengan perhitungan rasio hutang terhadap total aktiva. *Leverage* adalah rasio utang terhadap total asset. Menurut Arilaha (2007), “Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan deviden. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar seharusnya membagikan deviden lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajibannya”. *Leverage* dapat dihitung dengan menggunakan formulasi sebagai berikut:

$$\text{Debt to total asset} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

(2) *Growth Opportunities* (X_2)

Growth Opportunities adalah kesempatan pertumbuhan perusahaan merupakan harapan dari pihak internal maupun pihak eksternal perusahaan, pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal positif adanya kesempatan untuk berinvestasi. Kesempatan pertumbuhan ini dapat mempengaruhi kebijakan deviden, karena dana yang ada digunakan untuk mendanai proyek investasi. *Growth Opportunities* dapat diproksikan dengan *investment opportunity set*, yang dihitung dengan menggunakan formulasi sebagai berikut :

$$\text{Price Earning Ratio } (X_2) = \frac{\text{Harga penutupan saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

(3) Variabel kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang tidak mempengaruhi variabel utama yang diteliti tetapi memiliki hubungan dengan variabel terikat. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah profitabilitas (X_3), ukuran perusahaan (X_4), dan likuiditas (X_5). Ketiga variabel ini digunakan untuk membandingkan hubungan antara *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden tanpa menggunakan variabel kontrol pada model yang pertama dan menggunakan variabel kontrol pada model yang kedua.

Sumber Data, Alat dan Metode Pengumpulan Data, Populasi, Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011 yang diperoleh dari <http://idx.co.id>. Pengumpulan data digunakan teknik dokumentasi dengan tipe *pooled data*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan pendekatan *criteria purposive sampling* yaitu sampel diambil dari data yang tersedia dan laporan keuangan pada tahun 2009-2011.

Teknik Analisis Data

Teknik perhitungan yang dilakukan menggunakan teknik *pooled data* atau data panel. Terdapat beberapa tahapan dalam melakukan analisis data:

1. Menentukan sampel penelitian
2. Mengolah data dari setiap variabel yang akan diregresikan
3. Melakukan analisis regresi

Pada analisis regresi, akan digunakan untuk melihat pengaruh antara variabel bebas *Leverage (Debt to Total Asset)* dan *Growth oportunitas (Price Earning Ratio)* terhadap variabel terikat. Analisis ini dilakukan agar dapat menarik kesimpulan dari hipotesis yang telah dibuat oleh peneliti. Regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda dengan metode *pooled data*, hal ini dikarenakan dalam penelitian menggunakan penggabungan antara data *time series* selama 3 tahun periode pengamatan 2009-2011 dan data *cross-section* yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

(1) Regresi Linier Berganda

Model analisis data yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui pengaruh antara variabel bebas (independen) terhadap variabel terikat (dependen) dengan persamaan sebagai berikut:

Tabel 1.1. Tabel Persamaan Regresi Model 1 dan 2

| Model : | Persamaan Regresi : |
|---------------------------------|--|
| 1. Tanpa variabel kontrol | $DPR = \alpha + \beta_1 DTA + \beta_2 PER + \varepsilon$ |
| 2. Menggunakan variabel kontrol | $DPR = \alpha + \beta_1 DTA + \beta_2 PER + \beta_3 CR + \beta_4 UP + \beta_5 ROE + \varepsilon$ |

Dimana :

DPR = *Devidend Payout Ratio*

α = konstanta

β = koefisien regresi

DTA = *Debt to Total Asset*

PER = *Price Earning Ratio*

CR = *Current Ratio*

UP = Ukuran Perusahaan

ROE = *Return On Equity*

ε = *error* atau variabel gangguan

(2) Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui apakah model estimasi telah memenuhi kriteria ekonometrika dari asumsi-asumsi yang harus dipenuhi dalam metode *Ordinary Least Square* (OLS). Pengujian yang dilakukan terdiri dari uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

(3) Uji Kecocokan Model

Uji kecocokan model digunakan untuk melihat fit atau tidaknya sebuah model yang digunakan dalam regresi. Uji kecocokan model dapat diukur uji Ft.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011 dengan total 113 perusahaan manufaktur dan hasil spesifikasinya yaitu perusahaan manufaktur yang selalu membagikan deviden selama periode penelitian, terdapat 35 perusahaan manufaktur. Lihat Tabel 2.1.

Berdasarkan Tabel 2.2, dapat dilihat bahwa perusahaan manufaktur membagikan deviden dengan jumlah yang relatif kecil, yakni 0,22 atau 22% dari laba bersih setelah pajak (*Earning After Tax*). Rendahnya rasio pembayaran deviden, disebabkan karena proporsi hutang yang ada di dalam perusahaan cukup besar, yakni 0,75 atau 75% dari total assetnya. Hal ini disebabkan karena pada tahun 2008 terjadi krisis ekonomi global di Eropa dan Amerika yang memberikan dampak pada berkurangnya minat investor dalam berinvestasi yang menyebabkan banyak perusahaan-perusahaan menggunakan hutang sebagai tambahan modal untuk dapat menjalankan aktifitasnya. Dengan tingginya proporsi hutang tersebut membuat tingkat pertumbuhan perusahaan sangat pesat, yaitu sebesar 11,26% setiap tahunnya atau 3% setiap harinya. Hal ini dikarenakan perusahaan berusaha semaksimal mungkin untuk dapat menutup atau membayar bunga hutang, salah satunya dengan cara berinvestasi pada proyek-proyek yang memberikan keuntungan.

Hasil analisis regresi linier berganda dengan aplikasi program *views* dapat dilihat pada Tabel 2.3 untuk model 1 dan Tabel 2.4 untuk model 2. Dari hasil perhitungan tersebut dilakukan uji asumsi klasik:

(1) Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas. Berdasarkan aturan VIF dan *tolerance*, maka apabila VIF melebihi angka 10 atau *tolerance* kurang dari 0.10 maka dinyatakan terjadi gejala multikolinearitas. Sebaliknya, apabila nilai VIF kurang dari 10 atau *tolerance* lebih dari

0.10 maka dinyatakan tidak terjadi gejala multikolinearitas. Dari Tabel 2.5 hasil uji multikolinearitas diperoleh hasil bahwa kedua variabel bebas dalam penelitian bebas multikolinearitas.

(2) Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi dapat dilihat dari nilai dL dan nilai dU dalam tabel Durbin-Watson (DW).

Nilai Durbin-Watson (DW) berdasarkan Tabel 2.6 untuk model 1 hasil uji autokorelasi adalah sebesar 1,9579. Berdasarkan tabel DW dengan jumlah sampel $n = 105$ dan jumlah variabel bebas $k = 2$, diperoleh nilai $dL = 1,6433$ dan $dU = 1,7209$. Nilai DW sebesar 1,9579 terletak diantara dU dan $4-dU$ (2,2791), maka tidak terjadi masalah autokorelasi.

Nilai Durbin-Watson (DW) berdasarkan Tabel 2.7 untuk model 2 hasil uji autokorelasi adalah sebesar 1,9939. Berdasarkan tabel DW dengan jumlah sampel $n = 105$ dan jumlah variabel bebas $k = 2$, diperoleh nilai $dL = 1,5837$ dan $dU = 1,7829$. Nilai DW sebesar 1,9939 terletak diantara dU dan $4-dU$ (2,2171), maka tidak terjadi masalah autokorelasi.

(3) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaknyamanan *variance* dari residual pengamatan satu ke pengamatan yang lain berbeda. Apabila nilai signifikansi *Obs R-squared* pada uji *cross* maupun *no cross section* lebih besar dari α (5%) maka tidak terdapat heteroskedastisitas, dan sebaliknya jika lebih kecil dari α (5%) maka terdapat heteroskedastisitas. Berdasarkan Tabel 2.8 untuk model 1 dan Tabel 2.9 untuk model 2 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi atau *probability* dari *Obs*R-squared* > nilai signifikansi 0,05 ($\alpha = 5\%$), maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Uji F digunakan untuk menguji apakah secara simultan variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat. Berdasarkan Tabel 2.3 (model 1) dengan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0,05$) diperoleh F hitung sebesar 6064,227 dengan *prob(F-statistic)* sebesar $0,000000 < 0,05$, yang berarti *leverage* dan *growth opportunities* berpengaruh signifikan secara simultan terhadap Kebijakan Deviden (DPR) dan model sesuai atau memenuhi *goodness of fit*. Berdasarkan Tabel 2.4 (model 2) dengan tingkat keyakinan 90% ($\alpha = 0,1$) diperoleh F hitung sebesar 1574,589 dengan *prob(F-statistic)* sebesar $0,000000 < 0,1$, yang berarti *leverage* dan *growth opportunities* dengan variabel kontrol profitabilitas, ukuran perusahaan dan likuiditas berpengaruh signifikan secara simultan terhadap Kebijakan Deviden (DPR) dan model sesuai atau memenuhi *goodness of fit*.

Uji t dilakukan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel *leverage* (X_1), *growth opportunities* (X_2) terhadap kebijakan deviden (DPR). Berdasarkan Tabel 2.3 (model 1) diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DPR = 0.235573 - 0.016186DTA - 0.000856PER + \epsilon$$

Berdasarkan Tabel 2.4 (model 2) diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$DPR = 0.285605 - 0.012787DTA - 0.000701PER - 0.001941UP - 0.00017CR + 0.004950 + \epsilon$$

Penelitian ini menggunakan dua model untuk melihat pengaruh dari *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia. Pada model pertama variabel bebas yang digunakan adalah *leverage* dan *growth opportunities*, kedua variabel ini diregresi untuk melihat pengaruhnya terhadap kebijakan deviden. Pada model kedua variabel bebas yang digunakan yaitu *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia dan menggunakan likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. *Leverage* diukur melalui *debt to total asset*, *growth opportunities* diukur melalui *price earning ratio*, profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return on Equity*, likuiditas diukur melalui *current ratio*, ukuran perusahaan diukur melalui *logarithm natural of total asset*, dan kebijakan deviden diukur melalui *dividend payout ratio*. Dari hasil regresi yang telah dilakukan, maka peneliti dapat menarik kesimpulan.

Dengan adanya variabel kontrol yaitu likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhi hubungan antara *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden. Sehingga ada atau tidaknya variabel kontrol tidak mempengaruhi besarnya pengaruh *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden.

Hubungan antara *leverage* dan *growth opportunities* terhadap kebijakan deviden adalah negatif dan signifikan yang memiliki arti yaitu kenaikan hutang akan mengurangi besarnya deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham dikarenakan perusahaan memiliki kewajiban membayarkan beban hutang. Dan *growth opportunities* yang tinggi akan membuat pembayaran deviden menjadi turun karena perusahaan cenderung menggunakan aset atau *earning after tax* untuk di investasikan bukan ditahan sebagai laba ditahan yang digunakan sebagai sumber pembayaran deviden.

Persamaan regresi yang dihasilkan adalah :
 $DPR = 0.235573 - 0.016186DTA - 0.000856PER + \epsilon$

Persamaan regresi diatas dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Konstanta sebesar 0,23 menunjukkan apabila semua variabel bernilai nol, maka *dividend payout ratio* (DPR) akan meningkat sebesar 0,23.
2. Koefisien regresi *debt to total asset* (DTA) adalah sebesar -0,016186 yang artinya jika variabel bebas lainnya tetap dan *debt to total asset* (DTA) mengalami kenaikan sebesar 1% maka *dividend payout ratio* (DPR) akan turun sebesar -0,016186. Koefisien negatif artinya terjadi hubungan negatif antara *debt to total asset* (DTA) dan *dividend payout ratio* (DPR), yang memiliki makna peningkatan kebijakan hutang perusahaan akan menyebabkan rasio pembayaran deviden perusahaan semakin menurun.
3. Koefisien regresi *price earning ratio* (PER) adalah sebesar -0,000856 yang artinya jika variabel bebas lainnya tetap dan *price earning ratio* (PER) mengalami peningkatan sebesar 1% maka *dividend payout ratio* (DPR) akan turun sebesar 0,000856. Koefisien negatif artinya terjadi hubungan negatif antara *price earning ratio* (PER) dan *dividend payout ratio* (DPR), yang memiliki makna peningkatan *growth opportunities* perusahaan akan menyebabkan rasio pembayaran deviden perusahaan semakin menurun.

Hipotesis pertama dalam penelitian menyatakan bahwa *leverage* (DTA) berpengaruh terhadap kebijakan deviden, hasil ini dapat dilihat pada Tabel 3.1 yang mana *leverage* (DTA) memiliki nilai probabilitas 0,0040 sehingga dapat dikatakan bahwa *leverage* (DTA) berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Dari hasil penelitian maka hipotesis pertama terdukung karena ditemukan hal yang sama yaitu *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Dan *leverage* (DTA) memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden, pengaruh negatif ini dapat dilihat pada Tabel 3.1 yang mana pada tabel *coefficient* nilai *leverage* (DTA) adalah -0.016186.

Hipotesis kedua dalam penelitian menyatakan bahwa *growth opportunities* (PER) berpengaruh terhadap kebijakan deviden, hasil ini dapat dilihat pada Tabel 3.1 yang mana *growth opportunities* (PER) memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0113 sehingga dapat dikatakan bahwa *growth opportunities* (PER) berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Dari hasil penelitian maka hipotesis kedua terdukung karena ditemukan hal yang sama yaitu *growth opportunities* (PER) berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Dan *growth opportunities* (PER) memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden, pengaruh negatif ini dapat dilihat pada Tabel 3.1 (halaman 43) yang mana pada tabel *coefficient* nilai *growth opportunities* (PER) adalah -0.000856.

Hasil temuan dari hipotesis pertama mendukung teori agensi (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa hutang memiliki pengaruh negatif terhadap pembayaran deviden. Pengaruh negatif ini disebabkan karena dalam mengatasi permasalahan agensi antara manajer dengan pemegang saham, hutang dapat digunakan sebagai sebuah alat untuk melakukan mekanisme kontrol. Dengan adanya hutang yang secara tidak langsung menyebabkan pihak ketiga berperan aktif dalam melakukan pengontrolan kinerja di dalam perusahaan yang akan membuat manajer tidak dapat melakukan kegiatan yang hanya dapat menguntungkan diri sendiri seperti menggunakan kelebihan kas untuk berinvestasi dan pada posisi ini pemegang saham akan mengalami kerugian dalam bentuk penerimaan deviden yang rendah akibat kelebihan kas digunakan secara sepihak. DeAngelo dan DeAngelo (1990) menunjukkan bahwa perusahaan akan mengurangi jumlah deviden yang dibayarkan ketika sedang mengalami kesulitan keuangan. Deshmukh (2005) juga menyatakan bahwa para manajer memotong deviden ketika menghadapi kesulitan keuangan untuk menghindari kemungkinan tidak membayar di masa mendatang, pendapat ini sesuai dengan temuan hasil penelitian bahwa hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden.

Dari hasil temuan hipotesis kedua *growth opportunities* (PER) berpengaruh negatif terhadap pembayaran deviden. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Suharli (2007) yang menyatakan bahwa kesempatan bertumbuh yang tinggi berarti memiliki banyak kesempatan, sehingga dana yang seharusnya dapat digunakan untuk membayarkan deviden akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Pendapat ini sesuai dengan hasil temuan penelitian bahwa *growth opportunities* berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden, memang tujuan perusahaan adalah memakmurkan pemegang saham akan tetapi pertumbuhan di masa mendatang juga merupakan salah satu aspek yang diinginkan pemegang saham maupun pemilik perusahaan, sehingga rasio pembayaran deviden serta pembelian investasi di masa mendatang merupakan salah satu aspek yang harus dipertimbangkan secara matang oleh para manajer.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat ditarik kesimpulan: (1) Variabel *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden. Nilai probabilitas dari *leverage* adalah 0,0040 yang berada di bawah $\alpha=0,05$. Hasil tersebut menyimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima; (2) Variabel *growth opportunities* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan deviden. Nilai probabilitas dari *growth opportunities* adalah 0,0113 yang berada di bawah $\alpha=0,05$, sehingga disimpulkan bahwa hipotesis kedua diterima.

Penelitian ini memiliki keterbatasan: (1) Populasi Periode pengamatan terbatas selama tiga tahun pengamatan; (2) Terdapat keterbatasan sampel penelitian yang hanya menggunakan 35 perusahaan untuk setiap tahunnya. Keterbatasan ini terjadi karena jumlah perusahaan yang membagikan deviden selama periode penelitian sangat sedikit (35 perusahaan) sehingga mempersempit pengambilan sampel.

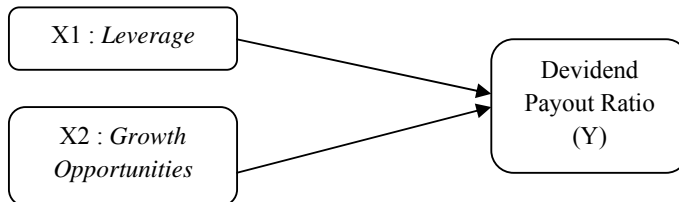
Dengan adanya keterbatasan dalam penelitian ini, diharapkan penelitian berikutnya: (1) Disarankan untuk melakukan penelitian dengan menggunakan periode yang lebih lama; (2) Penelitian selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan sampel yang lebih luas. Hal ini bertujuan agar simpulan yang dihasilkan nanti memiliki cakupan yang lebih luas juga; (3) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel yang lebih banyak dalam model; (4) Penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode penelitian yang berbeda dari penelitian ini.

UCAPAN TERIMA KASIH: Terima kasih kepada Dr. Hermeindito Kaaro, MM. selaku dosen pembimbing I dan Bapak F.X. Agus Djoko, SE., M.Si. selaku Dosen Pembimbing II yang telah meluangkan waktu, tenaga dan pikiran untuk memberikan bimbingan dan pengarahan yang sangat berguna dalam penulisan artikel ini.

REFERENSI

- Arilaha, M. A. 2007. Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 1.
- Brigham, E. F. dan Houston, J. F. 2001. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi Kesembilan. Jakarta : Erlangga.
- Hanafi, M. M. 2004. Manajemen Keuangan. Yogyakarta : BPFE.
- Jensen, M. C. 1986. *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2.
- Nurmala, 2006. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Perusahaan - Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Jakarta. Mandiri, Volume 9, No. 1.
- Riyanto, B. 2001. Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan. Yogyakarta : BEP.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol, 9. No, 1.
- Sumariyati, S. 2008. Analisis *Effect ROI, Cash Ratio, DER, and EPS Dividend Policy at The Company Registered in Indonesian Stock Exchange Period 2006-2008*.

LAMPIRAN



Gambar 1.1
Kerangka Berpikir

Tabel 2.1
Penyaringan Sampel Penelitian

| Keterangan Sampel | Jumlah |
|--|----------------|
| Total perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia | 113 perusahaan |
| Perusahaan yang membagikan deviden selama periode penelitian | 35 perusahaan |
| Sampel akhir | 35 perusahaan |

Tabel 2.2
Descriptive Data

| Deskriptif | Mean | Standar Deviasi | Minimum | Maksimum |
|-------------------------------|-------|-----------------|---------|----------|
| <i>Devidend Payout Ratio</i> | 0,22 | 0,28 | 0 | 1,21 |
| <i>Debt to Total Asset</i> | 0,75 | 0,54 | 0,10 | 1,94 |
| <i>Price to Earning Ratio</i> | 11,26 | 6,36 | 0,01 | 28 |
| <i>Current Ratio</i> | 2,81 | 2,06 | 0,65 | 9,65 |
| Ukuran perusahaan | 28,37 | 1,83 | 22,27 | 32,72 |
| <i>Return on Equity</i> | 0,24 | 0,34 | 0 | 3,23 |

Tabel 2.3
Analisis Regresi Berganda model 1

Dependent Variable: DPR?

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 03/21/13 Time: 11:44

Sample: 2009 2011

Included observations: 3

Total panel (unbalanced) observations 104

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| DTA? | -0.016186 | 0.005436 | -2.977366 | 0.0040 |
| PER? | -0.000856 | 0.000329 | -2.604505 | 0.0113 |
| Fixed Effects | | | | |
| _ADES--C | 0.871061 | | | |
| _AMFG--C | 0.450853 | | | |
| _ARNA--C | 0.334356 | | | |
| _ASII--C | 0.275920 | | | |
| _BRAM--C | 0.227435 | | | |
| _BRNA--C | 0.188975 | | | |
| _BUDI--C | 0.093507 | | | |
| _DLTA--C | 0.033240 | | | |
| _DPNS--C | 0.019618 | | | |
| _DVLA--C | 0.016387 | | | |
| _EKAD--C | 0.027872 | | | |
| _ESTI--C | 0.733689 | | | |
| _FASW--C | 0.598669 | | | |
| _GDYR--C | 0.386285 | | | |
| _GGRM--C | 0.317692 | | | |
| _GJTL--C | 0.265818 | | | |
| _HMSP--C | 0.206142 | | | |
| _INDF--C | 0.141118 | | | |
| _INTP--C | 0.062656 | | | |
| _KLBF--C | 0.020747 | | | |
| _LION--C | 0.019618 | | | |
| _LMSH--C | 0.019894 | | | |
| _MAIN--C | 0.017197 | | | |
| _MERK--C | 0.978671 | | | |
| _MLBI--C | 0.478238 | | | |
| _MRAT--C | 0.343529 | | | |
| _SCCO--C | 0.286968 | | | |
| _SMGR--C | 0.240384 | | | |
| _SMSM--C | 0.186511 | | | |
| _TCID--C | 0.108174 | | | |
| _TKIM--C | 0.038391 | | | |
| _TOTO--C | 0.013002 | | | |
| _TPIA--C | 0.025309 | | | |
| _TRST--C | 0.022149 | | | |
| _TSPC--C | 0.194994 | | | |
| Weighted Statistics | | | | |
| R-squared | 0.989072 | Mean dependent var | 0.563239 | |
| Adjusted R-squared | 0.983201 | S.D. dependent var | 0.662111 | |
| S.E. of regression | 0.085818 | Sum squared resid | 0.493431 | |
| F-statistic | 6064.227 | Durbin-Watson stat | 1.957969 | |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

Tabel 2.4
Analisis Regresi Berganda model 2

Dependent Variable: DPR?

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 03/21/13 Time: 11:22

Sample: 2009 2011

Included observations: 3

Total panel (unbalanced) observations 104

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|--------------------|-------------|--------|
| DTA? | -0.012787 | 0.006654 | -1.921845 | 0.0591 |
| PER? | -0.000701 | 0.000384 | -1.823389 | 0.0729 |
| CR? | -0.000171 | 0.001056 | -0.162188 | 0.8717 |
| UP? | -0.001941 | 0.001353 | -1.434953 | 0.1562 |
| ROE? | 0.004950 | 0.003370 | 1.468934 | 0.1467 |
| Fixed Effects | | | | |
| _ADES—C | 0.917679 | | | |
| _AMFG—C | 0.499976 | | | |
| _ARNA—C | 0.386669 | | | |
| _ASII—C | 0.328463 | | | |
| _BRAM—C | 0.276512 | | | |
| _BRNA—C | 0.237319 | | | |
| _BUDI—C | 0.142914 | | | |
| _DLTA—C | 0.081088 | | | |
| _DPNS—C | 0.068375 | | | |
| _DVLA—C | 0.070546 | | | |
| _EKAD--C | 0.080495 | | | |
| _ESTI--C | 0.784233 | | | |
| _FASW--C | 0.648256 | | | |
| _GDYR--C | 0.434123 | | | |
| _GGRM--C | 0.364731 | | | |
| _GJTL--C | 0.315455 | | | |
| _HMSP--C | 0.254966 | | | |
| _INDF--C | 0.189131 | | | |
| _INTP--C | 0.112982 | | | |
| _KLBF--C | 0.065136 | | | |
| _LION--C | 0.069263 | | | |
| _LMSH--C | 0.074143 | | | |
| _MAIN--C | 0.072574 | | | |
| _MERK--C | 1.024625 | | | |
| _MLBI--C | 0.525288 | | | |
| _MRAT--C | 0.397972 | | | |
| _SCCO--C | 0.340227 | | | |
| _SMGR--C | 0.288700 | | | |
| _SMSM--C | 0.235225 | | | |
| _TCID--C | 0.159015 | | | |
| _TKIM--C | 0.085142 | | | |
| _TOTO--C | 0.063620 | | | |
| _TPIA--C | 0.076296 | | | |
| _TRST--C | 0.076219 | | | |
| _TSPC--C | 0.248836 | | | |
| Weighted Statistics | | | | |
| R-squared | 0.989941 | Mean dependent var | 0.527043 | |
| Adjusted R-squared | 0.983811 | S.D. dependent var | 0.657649 | |
| S.E. of regression | 0.083677 | Sum squared resid | 0.448113 | |

| | | | |
|-------------------|----------|--------------------|----------|
| F-statistic | 1574.589 | Durbin-Watson stat | 1.993969 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | |

Tabel 2.5
Hasil Uji Multikolinieritas

| Model | Collinearity Statistics | |
|-------|-------------------------|-------|
| | Tolerance | VIF |
| DTA | 0,563 | 1,775 |
| CR | 0,501 | 1,997 |
| PER | 0,852 | 1,173 |
| UP | 0,787 | 1,270 |
| ROE | 0,965 | 1,037 |

Tabel 2.6
Hasil Uji Autokorelasi model 1

| Model | Durbin-Watson |
|-------|---------------|
| 1 | 1,9579 |

Tabel 2.7
Hasil Uji Autokorelasi model 2

| Model | Durbin-Watson |
|-------|---------------|
| 2 | 1,9939 |

Tabel 2.8
Hasil Uji Heteroskedastisitas model 1

| | | | |
|--------------------------------|----------|-------------|----------|
| White Heteroskedasticity Test: | | | |
| Obs*R-squared | 2.674226 | Probability | 0.750058 |

Tabel 2.9
Hasil Uji Heteroskedastisitas model 2

| | | | |
|--------------------------------|----------|-------------|----------|
| White Heteroskedasticity Test: | | | |
| Obs*R-squared | 5.391575 | Probability | 0.863534 |

Tabel 3.1
Hasil Uji t statistik model 1

| Dependent Variabel : DPR | | | | |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| C | 0.235573 | 0.065235 | 1.887110 | 0.0620 |
| DTA | -0.016186 | 0.005436 | -2.977366 | 0.0040 |
| PER | -0.000856 | 0.000329 | -2.604505 | 0.0113 |